

УДК 336.764.1:65.011.2

Цуркан Н.Г.

АНАЛІЗ І ПРОГНОЗУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ, ЇХ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК З ОЦІНКОЮ БІЗНЕСУ

У статті визначено необхідність формування вартості підприємства для прийняття ефективних управлінських рішень та загального рівня капіталізації в сучасних економічних умовах. Здійснено визначення можливостей збільшення вартості підприємства та бізнесу в цілому. Запропоновано методи удосконалення процесу визначення вартості підприємства.

In the article the necessity of forming cost enterprise for acceptance of effective administrative decisions and general level of capitalization in modern economic terms is determined. There is the determination of possibilities for increasing the cost enterprise and business on the whole. The methods of improvement the process determination of cost enterprise are offered.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Сьогодні для прийняття ефективних управлінських рішень власникам і керівникам підприємства необхідна інформація про вартість бізнесу. Формування ринкової вартості підприємства здійснюється в більшості випадків не зовсім професійно та не завжди відповідає цілям, наведеним завданням оптимізації структури фінансових ресурсів підприємств. Це свідчить про те, що з одного боку існує недостатність теоретичної та законодавчої обґрунтованості поставленої проблеми, а з другого – відсутність досвіду з використанням сучасних методів в оцінці власного капіталу та його активів.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Теоретичні аспекти формування ринкової вартості підприємства розроблено в працях таких вітчизняних вчених: С. В. Валдайцев, В. В. Григор'єв, А. Н. Козирев, А. П. Ковалев, М. А. Федотова, А. Е. Федотова. Окремо треба відмітити праці таких вчених щодо аналізу та прогнозування інвестицій, їх вплив на вартість підприємства: О. Стоянова, О. Бикова, Й. Никбахт Гроппеллі, В. Ковальов, М. Літвін, Т. Момот, В. Андрійчук, С. Галузінський.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. В рамках цього дослідження розглядається оборотний капітал і оборотні кошти як різні економічні категорії, а також виділяється елемент «Інший оборотний капітал» із зауваженням, що управління цим елементом повинно здійснюватися на довгостроковій основі та враховуватися при проектуванні грошового потоку при оцінці вартості підприємства. Аналіз приводить до терміну «вільний грошовий потік» та визначення впливу цього показника для вартості підприємства.

Постановка завдання. Для визначення величини вартості підприємства в ринкових умовах, необхідно зрозуміти та проаналізувати, в яких умовах знаходяться вітчизняні підприємства, дослідити низку величин та факторів, які впливають на рівень вартості підприємства, визначити актуальні моделі, зрозуміти економічну сутність вартості підприємства. Проаналізувати досвід західних та вітчизняних компаній в аналізі та прогнозуванні інвестицій, а також визначити низку термінів, які впливають на вартість підприємства.

Виклад основного матеріалу дослідження. В ході інвестиційного аналізу передбачається визначення надлишку або нестачі чистого оборотного капіталу (Net Working Capital) підприємства (надлишок збільшує ринкову вартість підприємства, а нестача зменшує, оскільки має бути додатково профінансована майбутнім власником). Чистий оборотний капітал визначається як різниця між валовим оборотним капіталом і короткостроковою кредиторською заборгованістю і показує, яка частка оборотних активів

формується за рахунок інвестування власних та довгострокових джерел фінансування. На прикладі це можна представити так:

$$WC = WC^{val} - CL, \quad (1)$$

де WC – чистий оборотний капітал; WC^{val} – валовий оборотний капітал;
 CL – поточні зобов'язання.

До основних джерел чистого оборотного капіталу відноситься: прибуток від операційної діяльності, емісія нових акцій, продаж необоротних активів, довгострокові позики. Нерідко у вітчизняній літературі чистий оборотний капітал прирівнюють до власних оборотних коштів підприємства, що ускладнює розуміння різних економічних категорій [1, с.20; 2, с.15; 3, с.18]. Такий підхід суперечить визначенню як чистого оборотного капіталу, так і власних оборотних коштів: власні оборотні кошти необхідно розглядати як засоби, в які інвестується власний оборотний капітал, джерелом формування якого є власні та прирівняні до них фінансові ресурси підприємства. Отже, величина власного оборотного капіталу прирівнюється з величиною чистого оборотного капіталу і тому не правомірно порівнювати різні по своїй економічній природі категорії чистого оборотного капіталу і власних оборотних коштів. За результатами дослідження практики формування чистого оборотного капіталу на прикладі США встановлено, що чистий оборотний капітал розраховується за формулою 1. При цьому ототожнюються поняття «Оборотний капітал» і «Оборотні кошти» [4, с.11]. В рамках цього дослідження розглянемо оборотний капітал і оборотні кошти як різні економічні категорії. Тоді як оборотний капітал є категорією динамічною, оборотні кошти характеризують оборотний капітал з позиції наявності його речових елементів безвідносно до їх участі в процесі виробництва і реалізації, виступають операційною характеристикою оборотного капіталу і є його конкретним вимірником з метою здійснення кількісного аналізу. При розрахунках чистого оборотного капіталу в оборотні кошти включають такі елементи: грошові кошти та їх еквіваленти (Cash and Cash Equivalents), дебіторську заборгованість (Account and notes receivable); запаси (Inventories); витрати майбутніх періодів (Prepaid Expenses) [5, с.539].

Враховуючи проведені дослідження, слід розглянути такі елементи оборотних коштів, як дебіторська заборгованість, запаси і витрати майбутніх періодів і вплив облікової політики підприємства на їх величини, що повинно враховуватися при проектуванні грошових потоків. По елементу «запаси» при проектуванні грошового потоку потрібно враховувати методи визначення собівартості запасів. Згідно П(С) БО 9 «Запаси» при відпуску запасів у виробництво, продажу та іншому вибутті їх оцінка здійснюється одним із наступних методів: ідентифікованої собівартості відповідної одиниці запасів; середньозваженої собівартості; собівартості перших за часом надходження запасів (FIFO); нормативних витрат; ціни продажу. Згідно наказу Міністерства фінансів України «Про затвердження змін до деяких нормативно-правових актів Міністерства фінансів України по бухгалтерському обліку» від 22.11.2004 р. № 731 [6, с.15] забороняється з 2005 р. застосовувати як альтернативну формулу розрахунку собівартості запасів «Останнє надходження – першу витрату» (LIFO). Отже, проведені розрахунки свідчать, що в умовах зростання цін на запаси формула FIFO забезпечує найбільш низьку собівартість продажу, наслідком чого буде найбільший прибуток. Середньозважена собівартість менше схильна до впливу коливання закупівельних цін та забезпечує постійну величину прибутку, але разом з тим вимагає складніших розрахунків. При застосуванні цієї формули маємо найвищу собівартість продажу і найнижчий прибуток, що приводить до завищення собівартості запасів в балансі та дає можливість маніпулювати показником прибутку в залежності від часу придбання запасів. Саме тому у 2003 р. формула LIFO була виключена з міжнародних стандартів (МСБО 2 «Запаси»), а у 2004 р. – з національних стандартів (П(С) БО 9 «Запаси»). При розрахунку чистого робочого капіталу слід враховувати методологічні основи формування в бухгалтерському обліку інформації про дебіторську заборгованість і її розкриття у фінансовій звітності. При цьому потрібно враховувати поточну дебіторську заборгованість, яка виникає в ході нормального операційного циклу або буде погашена

протягом дванадцяти місяців з дати виникнення. У наявності суми несвоечасно сплаченої дебіторської заборгованості або навіть суми списаної безнадійної заборгованості в розділі IX «Примітки до річної фінансової звітності» і відсутності розрахунку резерву сумнівних боргів необхідно при розрахунку чистого оборотного капіталу скоректувати величину дебіторської заборгованості. Розрахунок чистого оборотного капіталу вимагає аналізу складу витрат майбутніх періодів, які мали місце протягом поточного або попередніх звітних періодів, але відносяться до подальших звітних періодів. Не дивлячись на те, що «Витрати майбутніх періодів» входять до складу елементів оборотного капіталу, вони не відповідають усім його властивостям. Перш за все, мова йде про те, що «Витратами майбутніх періодів» є витрати, здійснювані підприємством одноразово протягом звітного періоду. Так, витрати на споруду тимчасових будов, на доставку і монтаж машин на будівельному майданчику, витрати на розробку нових технологій, виплату орендної плати, підписку на періодичні видання тощо. Проте віднесення на собівартість цих витрат здійснюється частково як в поточному, так і в майбутніх періодах. А це означає, що інвестований у «Витрати майбутніх періодів» оборотний капітал буде відшкодовуватися також тільки в майбутніх періодах, що не відповідає його економічному трактуванню. Тому «Витрати майбутніх періодів» доцільно віднести до елементу «Інший оборотний капітал» із зауваженням, що управління цим елементом повинне здійснюватися на довгостроковій основі та враховуватися при проектуванні грошового потоку. Найбільш повний склад витрат майбутніх періодів, який відбивається у фінансовій звітності підприємства, приведений у роботі Г. І. Онищука [4, с.189]. Витрати на розвиток бізнесу, розширення, поглинання і перебезування містять: доопераційні витрати, початкові витрати на введення в експлуатацію, технологічні витрати; початкові операційні витрати, доопераційні витрати підрозділів (дочірніх компаній); витрати на перебезування, переобладнання і переінсталяцію; витрати на поглинання або придбання; придбання рахунків замовників (покупців); неконкурентні угоди. Відкладені витрати поєднують: витрати на рекламу і стимулювання збуту; тимчасові відсотки; витрати на збут і адміністративні витрати; витрати на пенсійне планування; податкові витрати; витрати на лізинг і оренду; сплата відпусток; витрати сезонного характеру. Нематеріальні витрати містять: нематеріальні витрати на підготовку і розвиток; витрати на ліцензування, закріплення прав власності та т. п.; витрати на комп'ютерні програми. Потрібно вказати також витрати на боргові зобов'язання, майбутню економію в податку на прибуток, організаційні витрати, роялті. Варто також вказати, що проведені дослідження чистого оборотного капіталу на прикладі США дали можливість виявити, що основною проблемою, яка вирішується економістами, є проблема достатності робочого капіталу. Існує декілька поглядів з приводу оптимального рівня чистого оборотного капіталу підприємства. Досить поширена альтернативна точка зору, що розглядає чистий оборотний капітал як недіючий ресурс, який створює незначну або не створює взагалі ніякої вартості в процесі виробництва і оптимальний його рівень приймається рівним нулю. Крім того, дослідження практичної діяльності американських корпорацій дозволили встановити, що середній рівень чистого робочого капіталу для більшості підприємств складає 40–50% від загальної суми активів. Деякі досліджені компанії також мають дефіцит, тобто негативне значення чистого оборотного капіталу [7, с.15]. У таких випадках завдяки невисокій доданій вартості та вдалому співвідношенню у відстроченні платежів при закупівлі та реалізації підприємству вдається комерційним кредитом не лише перекрити оборотні активи, але і створити додаткове джерело фінансування. Таким чином, є можливість ввести у вітчизняну науку термін «дефіцит чистого оборотного капіталу», який показує величину перевищення короткострокових пасивів над величиною валового оборотного капіталу підприємства.

Окрім поняття «Чистий оборотний капітал» у фінансовій практиці багатьох країн світу застосовується ще одне поняття – «фінансово-експлуатаційні потреби» (ФЕП) [8, с.32]. Різниця між оборотними активами, крім грошових коштів, і кредиторською заборгованістю або різниця між чистим оборотним капіталом і грошовими коштами є ФЕП. Аналіз літератури, в якій розглядаються моделі розрахунку власного оборотного капіталу, дозволяє зробити висновок, що серед фахівців в даний час існують різні точки зору з цього питання. Слід зазначити, що основною причиною такої розбіжності є відсутність чітких визначень як самої категорії оборотного капіталу, так і його видів. У табл. 3 наведено існуючі моделі розрахунку власного оборотного капіталу. Перші дві моделі розрахунку власного оборотного капіталу

широко застосовуються в країнах з розвинутою економікою, які відповідають міжнародним стандартам, по яким в балансі досить наочно відбивається величина власного капіталу. Не дивлячись на те, що побудова балансу в Україні має низку відзнак, ці методи набули поширення також і у вітчизняній практиці для підрахунку власних оборотних коштів.

В той же час I і II моделі не вимагають додаткових трансформацій балансу підприємства, що значно спрощує їх використання, тому що не враховують, принаймні, дві обставини. По-перше, підприємство може мати збитки, які зменшують джерела власних коштів. По-друге, I розділ пасиву в балансі українських підприємств (за станом на кінець 2005 р.) містить низку статей, які є швидше зобов'язаннями, ніж власним капіталом підприємства. III модель розрахунку власного оборотного капіталу було запропоновано російським вченим М. І. Літвіном [7, с.10]. Згідно цієї моделі, власний оборотний капітал збільшується на величину статей стійких пасивів (або згідно нової термінології – рахунків до нарахування) – стабільній заборгованості, що існує по заробітній платі, виплатам по страхуванню, по позабюджетних платежах, по розрахункам з бюджетом та інші. Тобто кількісно рахунки до нарахування дорівнюють різниці між всією сумою розрахунків з кредиторами і товарною кредиторською заборгованістю. Юридично статті стійких пасивів не належать підприємству, але постійно знаходяться в його обороті. Такий підхід дійсно має сенс, але, насамперед, для підприємств з великим фондом оплати праці та значними виплатами до бюджету і у позабюджетні фонди. IV модель розрахунку власного оборотного капіталу розроблено на підставі аналізу обліку всіх недоліків попередніх трьох. Так, в плані трансформації I розділу пасиву балансу щодо розрахунку власного капіталу підприємства заслуговують на увагу дослідження українських вчених В. Андрійчука та С. Галузінського [7, с.15].

Таблиця 1

Моделі розрахунку власного оборотного капіталу

Моделі	Формула розрахунку	Прихильники моделей
I модель	$ВOK = \Sigma(Ip.П) - \Sigma(Ip.A)$ де ВOK – величина власного оборотного капіталу; $\Sigma(Ip.П)$ – підсумок I розділу Пасиву балансу; $\Sigma(Ip.A)$ – підсумок I розділу Активу балансу	О. Стоянова О. Бикова ВOK = ЧOK
II модель	$ВOK = [\Sigma(IIp.A) + \Sigma(IIIp.A)] - \Sigma(IVp.П)$, де ВOK – величина власного оборотного капіталу; $\Sigma(IIp.A)$ – підсумок II розділу Активу балансу; $\Sigma(IIIp.A)$ – підсумок III розділу Активу балансу; $\Sigma(IVp.П)$ – підсумок IV розділу Пасиву балансу	Й. Никбахт Гроппеллі В. Ковальов О. Стоянова О. Бикова ВOK=ЧOK
III модель	$ВOK = \Sigma(Ip.П) + \Sigma(IIp.П) - \Sigma(Ip.A) - З + СП$ де ВOK – величина власного оборотного капіталу; $\Sigma(Ip.П)$ – підсумок I розділу Пасиву балансу; $\Sigma(IIp.П)$ – підсумок II розділу Пасиву балансу; $\Sigma(Ip.A)$ – підсумок I розділу Активу балансу; З – збитки; СП – статті пасиву, прирівняні до власних джерел формування засобів (рахунки до нарахування)	М. Літвін
IV модель	$ВOK = \Sigma_t(Ip.П) - \Sigma(Ip.A) - З + СП$ де ВOK – величина власного оборотного капіталу; $\Sigma_t(Ip.П)$ – підсумок I розділу Пасиву балансу після трансформації; $\Sigma(Ip.A)$ – підсумок I розділу Активу балансу; З – збитки; СП – статті пасиву, прирівняні до власних джерел формування засобів (рахунки до нарахування)	Т. Момот, В. Андрійчук, С. Галузінський

За їх розрахунками, з I розділу пасиву балансу потрібно перенести в розділи, що характеризують зобов'язання підприємства, такі статті: з резервів подальших витрат і платежів – резерв подальшої оплати відпусток працівникам в IV розділ пасиву балансу; зі спеціальних фондів і цільового фінансування – цільове фінансування на основі повернення в II розділ пасиву балансу; з доходів майбутніх періодів – доходи, отримані в звітному періоді, які відносяться до майбутніх звітних періодів (орендна плата і т. ін.) в IV розділ пасиву балансу;

розрахунки за майно – в IV розділ пасиву балансу. Трансформували I розділ пасиву балансу по наведеній методиці, визначимо, які статті IV розділу пасиву балансу потрібно брати до уваги при розрахунку власного оборотного капіталу. Перш за все це стосується резерву подальшої сплати відпусток працівникам, фонду оплати, виплат по страхуванню, по позабюджетним платежам, по розрахункам з бюджетом та інші. Для компанії, що фінансується із залученням позикового капіталу (Levered Firm), важливим, крім вищенаведених складових грошового потоку, є генерування грошового потоку на покриття відсотків і виплату основної суми боргу. Грошовий потік на власний капітал в цьому випадку розраховується по формулі:

$$CF_{el} = NI + D + A - PD - CE - WCN - PR + PDI \quad (2)$$

де NI – чистий прибуток; D – амортизація основних фондів; A – амортизація нематеріальних активів; PD – виплата дивідендів по привілейованих акціях (застосовується, якщо компанія є емітентом привілейованих акцій); CE – капітальні інвестиції; WCN – потреба у власному оборотному капіталі; PR – виплати основної суми боргу (Principal Repayment); PDI – приріст привабленого позикового капіталу (Proceeds from New Debt Issues).

При бажаному рівні лівериджа грошовий потік на власний капітал визначається за формулою:

$$CF_{el} = NI - (1 - \delta)(CE - D) - (1 - \delta)WCN \quad (3)$$

Для такої компанії PDI визначається за формулою:

$$PDI = PR + \delta(CE - D + WCN) \quad (4)$$

Висновки і перспективи подальших розробок. Грошовий потік на інвестований капітал, що створюється в результаті здійснення операційної діяльності та для ухвалення інвестиційних рішень, є еквівалентним потоку грошових коштів, які можуть бути спрямовані інвесторами підприємства. В цьому сенсі не прибуток, не грошовий потік як баланс надходжень і платежів, а саме здатність підприємства створювати вільний грошовий потік є найважливішою детермінантою його економічної вартості та вартості підприємства в цілому.

Список використаної літератури

1. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В. В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 432 с.
2. Стоянов Е. А. Экспертная диагностика и аудит финансово-хозяйственного положения предприятия. Практическое руководство для бухгалтеров, финансистов, руководителей предприятий, аудиторов и работников банков / Е. А. Стоянов, Е. С. Стоянова. – К.: Аурум, 1993. – 89 с.
3. Стоянова Е. С. Управление оборотным капиталом: [учеб.-практ. пособ.] / Е. С. Стоянова, Е. В. Быкова, И. А. Бланк. – М.: Перспектива, 1998. – 127 с.
4. Онищук Г. І. Удосконалення корпоративного управління територіальними утвореннями: [наук. зб.] / Г. І. Онищук // Стратегія економічного розвитку України. – К.: КНЕУ, 2001. – Вип. 7. – С. 592–601.
5. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 9 «Запаси», затверджене наказом Міністерства фінансів України від 20.10.99 р. – № 246 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0751-99>
6. Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження змін до деяких нормативно-правових актів Міністерства фінансів України з бухгалтерського обліку» від 22.11.2004 р. – № 731.
7. Андрійчук В. Власний та позичковий капітал підприємств і критерії їх раціонального співвідношення / В. Андрійчук, С. Галузинський // Економіка України. – 1998. – № 6. – С. 15–23.
8. Герасіменко Р. А. Особливості формування фінансових ресурсів акціонерних підприємств / Р. А. Герасіменко, І. Р. Блажан // Фінанси України. – 2004. – № 6. – С. 82–89.

Прийнято до друку 23.10.2011